

学校编码: 10384  
学号: 15220051301229

分类号\_\_密级\_\_  
UDC\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

债务约束与企业现金价值的实证研究

An Empirical Research on Debt  
Constraint and the Value of Cash

林 频

指导教师姓名: 沈维涛 教授

专 业 名 称: 企业管理

论文提交日期: 2008 年 4 月

论文答辩时间: 2008 年 月

学位授予日期: 2008 年 月

答辩委员会主席: \_\_

评阅人: \_\_

2008 年 4 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版,有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅,有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索,有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1. 保密 ( ), 在 年解密后适用本授权书。
2. 不保密 ( )

(请在以上相应括号内打“√”)

作者签名: 日期: 年 月 日

导师签名: 日期: 年 月 日

## 摘 要

公司的现金持有行为是公司一项重要的理财行为，它综合反映了公司的财务战略和经营战略，并且与公司的治理状况也密切相关。Global Vantage 数据库记载，在 1998 年末，世界上最大的那些公司持有超过 115 万亿美元的现金以及有价证券，这些现金以及有价证券的值占到了公司资产账面价值的 9%。Brealey 和 Myers 认为，如何决定公司的现金以及有价证券的持有量是财务学界尚未解决的十个问题之一。

国外学者在现金持有影响方面做了广泛而深入的研究，取得了一系列成果，而我国这方面的研究才刚刚起步。本文借鉴国外学者对现金价值这一领域的研究方法，研究企业每增加一单位现金所对应的企业价值的增加，并将其作为企业的现金价值。本文以在中国上海证券交易所上市的 A 股公司为样本，收集了从 2001 到 2005 年样本公司的现金持有水平、负债水平、财务状况等相关数据，在控制财务特征变量的情况下，检验了现金价值和现金持有量之间的关系，债务约束对企业现金价值的影响。实证结果表明，我国企业现金价值的平均值为 0.82 元，显著低于 1 元，说明我国上市公司未能很好使用现金，造成现金价值减损，严重损害了股东利益。研究发现，企业的现金价值与现金持有量呈负相关关系，说明现金存量越多的企业，越有可能产生过度投资，造成现金价值减损。此外，企业的债务水平与现金价值负相关。这主要是由于我国国有商业银行整体上在公司治理中的角色是消极和不明确的，无法改善企业的公司治理。

**关键词：**现金价值；现金持有量；债务约束

## Abstract

The cash holding is a major financial decision for a company, which reflects the company's financial strategy and business strategy and is closely related to the corporate governance of the company. Global Vantage database shows that the world's largest companies hold more than 115 trillion US dollars in cash and securities in late 1998, which occupies 9 percent of the book value of these companies. Brealey and Myers argue that how to determine a company's cash holdings is one of the 10 issues yet to be solved in the aspect of financial management.

Although there have been extensive researches on cash holdings, few scholars have carried out research on the issue. According to the research of foreign scholars, this paper estimate what value does the shareholders place on the cash that the firm holds. This paper collects the cash holdings, leverage and financial indicators of listed companies in Shanghai Stock Exchange in the 2001-2005 periods and then examines the relationship between the value of cash, cash holdings and debt constraint. The result demonstrates that the average value of cash for listed companies is equal to 0.82, which is significantly less than 1. The devaluation of cash is due to the inefficient use of cash. In terms of the relation between the value of cash and cash holdings, as the cash levels increases, the value of cash decreases which shows that companies with sufficient cash are more likely to have excessive investment. Moreover, we found that the debt constraint has negative impact on the value of cash. The result reveals that the state-owned commercial banks don't play an important role in the governance of the listed companies.

**Key words:** the value of cash; cash holding; debt constraint

# 目 录

第一章 引言 .....	1
第一节 研究背景 .....	1
第二节 研究动机与目的 .....	1
第三节 研究方法 .....	2
第四节 本文的结构和框架 .....	3
第二章 文献回顾 .....	5
第一节 国外研究概述 .....	5
第二节 国内研究概述 .....	21
第三节 国内外研究述评 .....	23
第三章 研究设计 .....	24
第一节 研究假说 .....	24
第二节 模型的建立 .....	26
第四章 实证研究结果与分析 .....	29
第一节 样本的描述性分析 .....	29
第二节 实证研究结果与分析 .....	31
第五章 结论、建议与展望 .....	35
第一节 结论 .....	35
第二节 建议 .....	35
第三节 展望 .....	38
参 考 文 献 .....	40
附录：总体样本列表 .....	43
后 记 .....	48

Contents

第一章 引言 ..... 1

    第一节 研究背景 ..... 1

    第二节 研究动机与目的 ..... 2

    第三节 研究方法 ..... 2

    第四节 本文的结构和框架 ..... 3

第二章 文献回顾 ..... 5

    第一节 国外研究概述 ..... 5

    第二节 国内研究概述 ..... 21

    第三节 国内外研究述评 ..... 23

第三章 研究设计 ..... 24

    第一节 研究假说 ..... 24

    第二节 模型的建立 ..... 26

第四章 实证研究结果与分析 ..... 29

    第一节 样本的描述性分析 ..... 29

    第二节 实证研究结果与分析 ..... 31

第五章 结论、建议与展望 ..... 35

    第一节 结论 ..... 35

    第二节 建议 ..... 35

    第三节 展望 ..... 38

参 考 文 献 ..... 40

附录：总体样本列表 ..... 43

后 记 ..... 48

厦门大学博硕士论文摘要库



## 第一章 引言

### 第一节 研究背景

公司的现金持有行为是公司一项重要的理财行为，它综合反映了公司的财务战略和经营战略，并且与公司的治理状况也密切相关。Global Vantage 数据库记载，在 1998 年末，世界上最大的那些公司持有超过 115 万亿美元的现金以及有价证券，这些现金以及有价证券的值占到了公司资产账面价值的 9%，并且略微大于公司权益市场价值的 9% (Dittmar 和 Servaes, 2003)。是什么因素促使这些公司持有如此多现金以及有价证券？持有大量现金以及有价证券对公司的行为有什么影响？Brealey 和 Myers (1996) 认为，如何决定公司的现金以及有价证券的持有量是财务学界尚未解决的十个问题之一。

有关现金持有问题的相关论述最早可以追溯到凯恩斯(1936)的货币需求(交易动机、预防动机和投机动机)理论。其中，交易动机是指由个人或业务交易引起的现金需要；预防动机是指为安全起见，把一部分资产以现金形式保存起来以预防意外货币需求；而投机动机则是指为了抓住投机机会而保留现金，即相信自己对未来行情的预测要比一般人精确。但遗憾的是，此后现金持有问题的理论演绎及其经验实证一度是一个不太引人注目的研究领域。20 世纪 80 年代融资优序理论和自由现金流量理论问世以后，公司现金持有量的决定因素才开始受到关注。20 世纪 90 年代以来，公司现金持有量的决定因素快速扩容，实证文献大量涌现并由此形成了一系列极富成效的研究成果。这些研究成果表明一些公司治理变量如股权结构、董事会特征、股东权利的保护机制、银行债务等会对企业的现金持有行为产生显著影响。此外，企业的资本结构、增长机会、现金流量、流动性资产、企业的异质性和内生性、企业规模也是影响企业现金持有行为的重要因素。

国内关于企业现金持有行为的研究文献很少，代表性的研究有胡国柳、蒋永明 2005 年以我国 B 股上市公司 1998—2002 的数据为样本，对现金持有量的影响因素做了探索性研究；张人骥、刘春江以我国 991 家上市公司为样本，选用 2000 年度的截面数据实证分析了基于股权结构的股东保护程度与企业现金持有水平

之间的关系。结果表明:股权结构影响下的股东保护程度与现金持有水平显著负相关。总体上,我国学者对于现金持有量的研究所使用的模型主要集中于权衡理论及公司治理层面,而对于信息不对称、优序融资理论则很少触及。此外,我国正处于经济转型的过渡时期,制度的变迁必定对企业产生深刻的影响,自然对企业现金持有量也会产生相应的影响,而我们现有的研究对制度环境与现金持有量的关系及其影响极少关注。

## 第二节 研究动机与目的

现金是企业管理者可以直接操纵的资产,并且受到的外部监督较少,企业的现金持有在一定程度上可以反映出管理者的决策及其动机。因此,研究企业的现金持有行为可以反映出公司治理对管理者决策及动机的影响。90年代末期以来,许多学者研究了公司治理与企业现金持有行为的关系。但是,管理者对现金的影响不只停留在现金持有量上,当管理者出于自利动机使用现金时,现金的使用效率低下,会产生潜在的价值减损。而有效的公司治理能够防范企业现金的价值减损。本文立足于我国上市公司的财务和治理特征,借鉴国外学者对现金价值这一领域的研究方法,用合理的样本数据、研究设计和方法来研究现金价值和现金持有量之间的关系,债务约束对企业现金价值的影响。

本文研究企业现金价值的影响因素及其深层内涵,能够为企业的投资者、债务人、管理层和监管部门等主要利益相关者提供新的思考角度和建议。对于企业的投资者,现金的内在价值关系到他们的财富安全和价值增值;对于企业的监管部门,也可以从现金内在价值的影响因素出发,在上市公司监管、资本市场调控和股东权益保护等方面有所作为;对企业的管理层,能够促使其有效使用现金,提示现金的内在价值,从而实现股东价值最大化。

## 第三节 研究方法

本文将采用 Faulkender 和 RongWang (2005) 的对现金价值的衡量方法,研究企业每增加一单位现金所对应的企业价值的增加,并将其作为企业的现金价值。本文的研究方法实质为事件研究法。文中的超额收益为公司的年收益率与上证 A 股指数的年收益率之差。文中的公司事件为现金持有量的未预期变化量,事

件窗口为一年。在控制财务特征变量的情况下，公司的超额收益是由现金持有量的未预期变化引起的。由于模型的所有变量都除以股票市值予以标准化，因此现金持有量变化量前的系数之和为企业的现金价值，即一单位现金增加所引起的企业超额收益的增加。

#### 第四节 本文的结构和框架

全文的总体结构共分五章：

第一章是引言，介绍了本文的研究背景和理论研究概况，接着提出了本文的研究内容及其意义，最后介绍了本文的研究方法和框架。

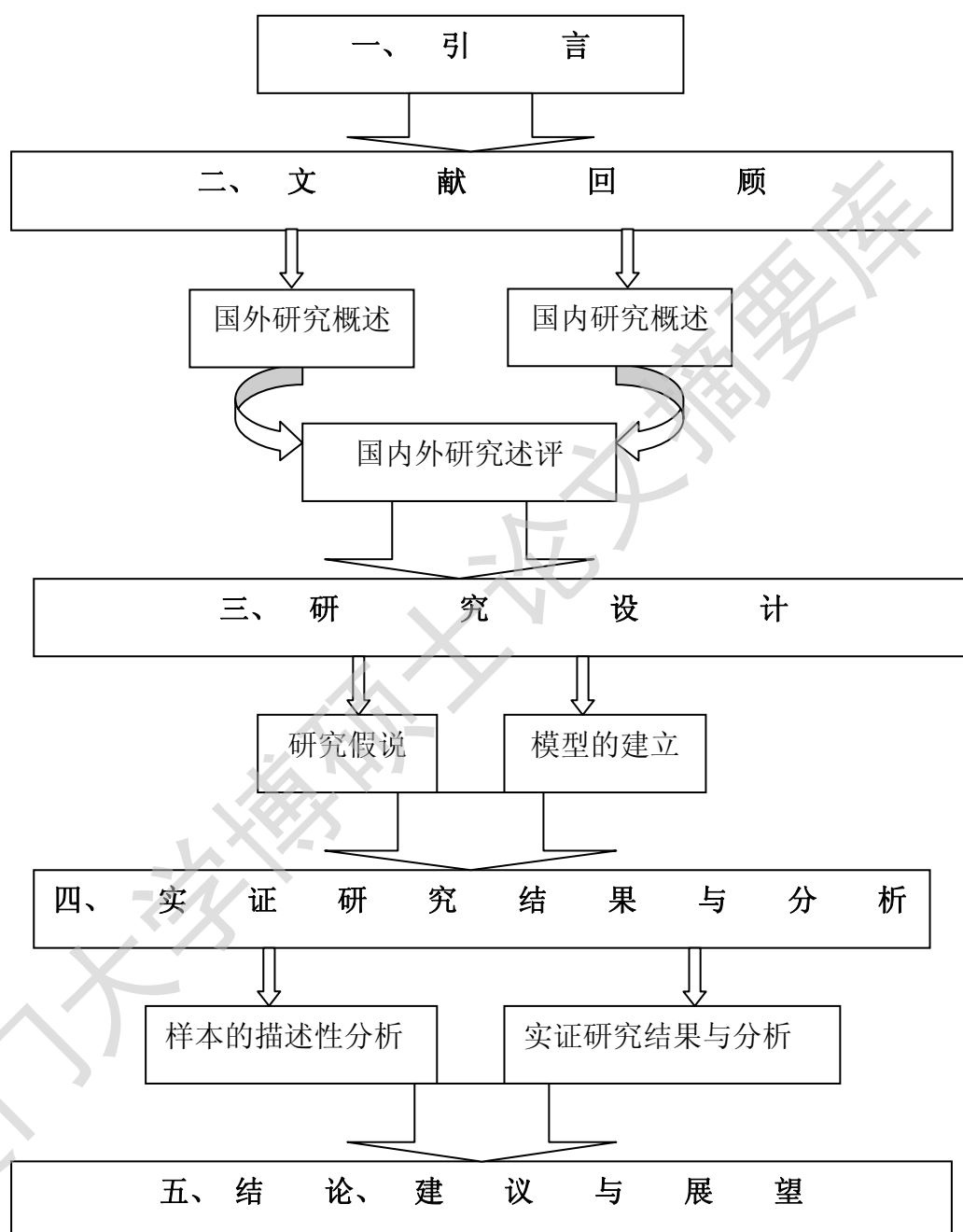
第二章是理论与研究综述，首先对现金的概念进行界定，接着对国内外现金持有理论进行系统的梳理，并介绍了国内现金持有研究的现状，最后对现金持有研究进行了评述。

第三章是研究设计，首先提出本文的研究假说，接着详细了本文的研究方法，并建立了模型，最后定义了本文研究的相关变量。

第四章是实证结果与分析，根据研究的目的选择了相关的样本，并对这些指标进行了描述性统计；在此基础上，分析了现金价值与现金持有量、债务水平之间的关系。

第五章是结论、建议与展望，这一部分主要是针对本文的研究进行了总结，并根据实证研究结果提出建议，同时也指出本文的创新点、研究不足，并对将来的研究进行了展望。

图 1.1：本文研究框架



## 第二章 文献回顾

### 第一节 国外研究概述

#### 一、权衡理论与现金持有量

有关现金持有问题的相关论述最早可以追溯到 Keynes (1936) 的货币需求理论。Keynes 把公司及其他经济单位的持有现金动机分成三类：

##### （一）交易动机

交易动机是指公司为了满足经常发生的业务需要而持有现金。例如，购买固定资产和原材料以及一些不固定的支出项目。满足交易需要的现金数额受多项因素的制约。众所周知，公用事业的现金回收预测比较精确。因为对公用事业的需求比较稳定，而电脑软件行业由于产品更新速度非常快就很难预测其未来现金流。

##### （二）预防动机

预防动机是指为了预防不测事件而持有现金。预防动机对公司持有现金需要有很大的影响。例如，航空公司的现金流存在较高的不确定性，天气情况、燃油价格以及职员的持续罢工等因素使其现金预测极为困难。由于各种情况都有可能发生，所有航空公司要求的最低现金余额往往相当多。

另外，因预防动机而持有的现金量也受外部资金获得能力的影响，特别是短期外部资金来源。与银行建立良好的关系、申请信贷额度等可以减少公司的现金持有量。潜在的借贷能力也可以缓解预防性现金余额的需要。

##### （三）投机动机

投机动机是指公司未来能趁机利用潜在的获利机会而持有现金。例如，如果建造私人公寓的建筑公司预测到木料价格将有大幅度下降，就会积累大量现金。如果建筑材料价格真的下降了，公司就会大量购买建筑材料，这样就可以减少成本，提高利润率。通常，投机动机在生产制造型公司的持现动机中不是主要因素。

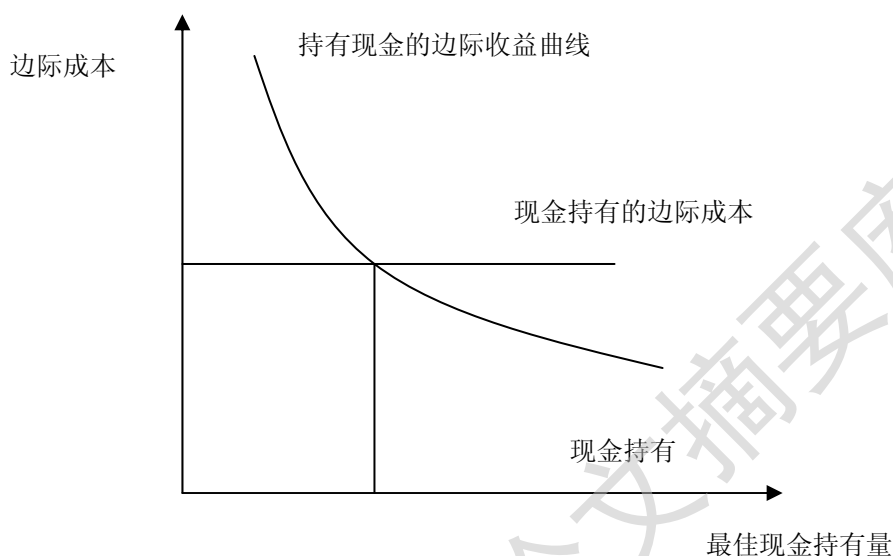
在一个完美的资本市场里，由于不存在交易成本并且信息完全对称，当公司要进行投资而缺乏现金时，公司可以无附加成本地从外部市场筹集资金。这样的

话，把一定量的现金保留在公司当中就不会给公司带来任何好处。但是在现实世界中是存在交易成本的，当公司现金不足的时候，公司必须以较高的利率从外界筹集资金，而一旦不能从外部筹集到资金，公司必须通过削减投资、削减股利或者通过出售证券或资产来筹集资金。这样的话，缺乏现金就会给公司带来过高的成本，而把现金留在手中就可以减少公司现金不足的可能性，从而减少公司现金不足的成本。

现金持有的交易成本模型认为公司在持有现金的成本和持有现金的收益之间互相权衡，因此现金持有的交易成本模型又被称之为静态权衡理论（Static trade off）。图 2.1 给出了公司持有现金的边际收益曲线（即现金不足的边际成本曲线）以及持有现金的边际成本曲线。持有现金的边际收益曲线是向下倾斜的，象征着持有现金的边际收益是递减的，而持有现金的边际成本曲线则是一条水平线，其边际成本主要是现金性资产的低回报率。很明显，公司现金不足的成本随着持有额的变化而变化。如果一个公司现金短缺，为了应对这种情形，公司或者减少投资和股利或者通过发行证券和出售资产从外部市场获取资金，资金缺口越大带来的成本也就越大，这样的话持有现金的边际收益也就越大。对于任意一个公司现金的短缺成本以及短缺可能性的增加都会促使边际收益曲线往右移动并且提高现金的持有量。根据对图 2.1 的分析，我们可以预计现金持有的边际收益（即现金短缺的边际成本）和公司的现金持有量会随着以下变量的增加而增加。

集中于现金持有成本和收益之间权衡的理论回归于这样一个问题：一个公司是否基于股东财富最大化而持有了过多的现金。现金持有权衡模型的另一个可能观点是不存在最佳的现金持有量。按照这个观点，现金持有是一个不相关的次要问题。但争论是如果一个公司因借债融资多了一个美元现金，公司不会有什么改变。因此，即使如果人们相信一个公司有最佳的资本结构，这个最佳资本结构指明了最佳的净债务，净债务为债务减去现金。结果是，没有一个最佳的现金持有量水平，因为现金只是负的负债。

图 2.1：最佳现金持有量



根据交易成本和权衡模型，现金持有主要与以下影响因素有关：

#### （一）筹集外部资金的交易成本

一般而言，已经进入到公开资本市场融资的企业筹集外部资金的交易成本低，能更容易筹集到外部资金，从而企业可以持有更少的现金。此外，举债能力较强的企业也可能持有较少的现金，例如，具有较高信用等级的公司容易从外部筹集资金，持有较少的现金。普遍认为，规模较大的公司比较容易从外部市场筹集到资金。Ozkan 等（2004）以公司资产的自然对数作为公司从外部筹集资金难度的代理变量，通过对英国上市公司 1995 年到 1999 年的数据的研究表明，公司的规模和公司的现金持有量显著负相关。Kimetal（2003）以美国 915 家制造企业为样本，实证研究了企业现金持有量的影响因素，结果发现，外部融资成本较高，盈余波动大，以及资产回报低的公司持有较高的流动性资产。Opler 等（1999）以公司资产的账面价值的自然对数作为公司从外部筹集资金难度的代理变量，通过对美国上市公司 1952 至 1994 年的数据的研究表明，公司资产的规模和公司的现金持有量显著负相关。

#### （二）现金替代物及股利支付水平

Shleifer 和 Vishny（1992）讨论了出售资产作为融资来源的情况。当一个

企业的资产负债表上有资产，并且这些资产能够以较低成本转化为现金，那么通过出售这些资产筹集资金就是经济的。现金以外的流动资产在发生现金短缺时能以较低的成本变现，这些流动资产被当作是替代物。因此，流动资产较多的企业往往持有的现金水平较低。另外，支付股利的公司可以通过减少它的股利支付率来获得低成本的资金，所以这些公司比没有支付股利的公司持有更少的现金。

### （三）现金周转期

拥有较短的现金周转期的公司出现现金不足的几率比较低，相应地，这些公司可能会持有比较少的现金。Kim 等（1998）以（存货的平均周转期+应收账款平均周转期-应付账款平均周转期）作为现金的平均周转期，他们的实证研究表明，公司现金持有量和公司的现金周转期显著负相关。

### （四）投资机会

盈利性投资机会的增加意味着如果公司面临现金短缺，将不得不放弃好的项目。因此，这样的投资机会越多，企业就应持有更多的现金。同时，拥有优质投资项目的公司的财务困境成本较高，因为构成企业价值的优质投资项目的净现值在发生破产时几乎完全消失，因此，拥有优质投资机会的企业将保持较高的现金持有水平以避免财务困境的发生。由于公司权益的市场价值象征着公司未来的盈利机会，Ozkan 等（2004）以（公司资产的账面价值-公司权益的账面价值+公司权益的市场价值）/公司资产的账面价值为投资机会的代理变量，通过对英国上市公司 1995 年到 1999 年的数据的研究表明，公司的投资机会和公司的现金持有量显著正相关。Oppler 等（1999）以公司资产的市场价值和公司资产的账面价值的比例（TobinQ 值）作为公司未来投资机会的代理变量，通过对美国上市公司 1952—1994 年的数据的研究表明，公司未来投资机会和公司的现金持有量显著正相关。

### （五）财务杠杆与债务期限结构

随着财务杠杆的增加，企业破产的概率就会上升，为降低企业发生财务困境的可能性，高财务杠杆的企业一般持有较高的现金。另一方面，财务杠杆比率反映企业举债的能力，财务杠杆越高，企业的举债能力越强，企业持有现金量就越低，根据这种观点，企业可以将举借债务当作现金持有量与流动性证券的替代物。因此，在权衡模型下，现金持有量与财务杠杆的关系不是很明确。债务期限结构



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库